

## 华夏幸福 (600340.SH) / 房地产行业

## 疫情影响业绩下滑, 商业地产发力迅猛

评级: 买入 (维持)

市场价格: 17.08

分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli@r.qlzq.com.cn

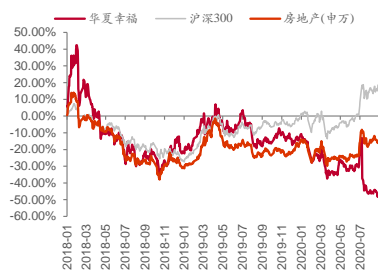
研究助理: 李焱

Email: liyao@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	3913.93
流通股本(百万股)	3872.99
市价(元)	17.08
市值(百万元)	66850.01
流通市值(百万元)	66150.67

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	83,798.59	105,209.54	134,363.10	165,468.16	199,720.06
增长率(%)	40.52	25.55	27.71	23.15	20.70
EBITDA (百万元)	19,775.59	30,672.19	32,274.34	39,254.77	45,753.45
净利润(百万元)	11,745.79	14,611.78	18,950.48	23,726.03	28,250.88
增长率(%)	33.77	24.40	29.69	25.20	19.07
EPS (元/股)	3.00	3.73	6.29	7.87	9.38
市盈率 (P/E)	5.69	4.58	2.72	2.17	1.82
市净率 (P/B)	1.53	1.34	0.80	0.59	0.44

备注: 股价以 8月28日 收盘价为准

## 投资要点

**事件:** 2020年8月28日, 公司发布2020年半年报: 上半年实现营业收入373.72亿, 同比-3.51%; 实现归母净利润60.62亿, 同比-28.52%。

## 业绩受疫情影响有所下降, 经营质量持续改善

**1) 受疫情影响业绩有所下降:** 公司上半年实现营业收入373.72亿元, 较上年同期下降3.51%, 实现归母净利润60.62亿元, 较上年同期下降28.52%, 主要系受疫情影响, 公司在环北京等主要区域的房地产项目交付结算滞后, 导致房地产业务收入同比下降30.24%; **2) 经营质量持续改善:** 上半年, 公司狠抓落实经营回款, 公司回款率较上年同期提升近11个百分点; 同时持续优化经营性现金流, 相比去年同期, 公司上半年整体经营性现金流量净流出额减少20亿元; **3) 管控进一步优化:** 报告期内, 公司降费增效效果显著, 管理费用率为6.9%, 较上年同期下降0.4个百分点, 销售费用率为1.6%, 较上年同期下降0.6个百分点。

## 产业新城业务高增长, 异地贡献占比进一步提升

**1) 产业新城业务业绩强劲:** 上半年, 公司产业新城业务实现园区结算收入额198.44亿元, 同比增长45.68%, 其中产业服务收入132.09亿元, 同比增长11.24%, 环北京以外区域新增产业服务收入102.38亿元, 同比增长16.69%; **2) 异地贡献占比进一步提升:** 虽然公司整体销售额受疫情影响有一定幅度的下降, 但环北京以外区域的销售额占公司整体销售额比例从上一年的58.21%进一步提升至64.98%, 异地复制效果持续显现。

## 拿地力度有所提升, 商业地产业务拓展迅速

**1) 上半年拿地积极:** 公司上半年加强土地投资, 新取得土地使用权成交金额为241.52亿元, 实际支付土地款金额为134亿元, 截至报告期末存量土地储备规划建筑面积1,273.94万平方米, 较年初增加215.98万平方米; **2) 商业地产拓展显著:** 报告期内, 公司共新获取4个商办综合体项目, 中标1个项目代建服务, 锁定1个城市更新项目的前期服务商, 覆盖南京、武汉、广州、哈尔滨、东莞、深圳等国内重点城市, 已基本完成在目标城市的布局。

**投资建议:** 上半年, 受疫情影响公司收入及业绩有所下降, 但销售现金回款改善, 产业新城业务非京地区贡献占比进一步扩大, 验证公司园区模式异地复制扩张成功的逻辑; 同时, 商业地产业务战略布局核心都市圈基本完成。预计公司2020-2022年EPS为6.29、7.87、9.38元, 对应当前股价PE为2.72、2.17、1.82x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 产业新城签约项目落地进度不及预期, 公司销售回款不达预期。

图表：盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	47,281.78	42,962.71	75,243.34	92,662.17	111,843.24	营业收入	83,798.59	105,209.54	134,363.10	165,468.16	199,720.06
应收账款	47,488.80	61,915.69	89,130.83	104,237.10	140,253.55	营业成本	48,918.84	59,252.65	78,132.14	97,742.04	120,251.45
预付账款	3,200.79	4,628.65	6,223.03	7,352.25	9,349.34	营业税金及附加	5,360.30	8,620.59	10,733.62	12,791.84	16,346.06
存货	254,522.68	290,281.39	317,413.05	388,501.69	413,174.65	营业费用	1,882.12	1,893.27	2,487.80	3,294.40	3,377.78
其他	15,466.31	19,056.04	17,987.23	17,376.21	17,924.51	管理费用	8,044.85	8,044.94	10,601.71	13,051.09	16,284.89
流动资产合计	367,960.37	418,844.49	505,997.48	610,129.40	692,545.29	财务费用	962.55	2,781.67	3,378.64	3,592.35	3,900.13
长期股权投资	4,242.73	4,738.02	5,923.32	6,551.61	7,321.23	资产减值损失	2,525.28	(2,086.59)	1,326.13	773.99	(559.90)
固定资产	5,073.29	7,691.09	9,027.40	10,755.54	12,356.93	公允价值变动收益	100.73	50.42	50.38	67.18	235.00
在建工程	12,663.24	6,589.06	6,989.06	7,489.06	8,089.06	投资净收益	1,613.98	303.14	252.68	285.13	226.98
无形资产	5,343.10	6,998.16	7,348.49	7,985.68	8,358.51	其他	(3,481.17)	3,803.28	(606.12)	(704.61)	(923.96)
其他	14,429.10	12,951.12	12,216.83	14,410.42	14,296.04	营业利润	17,871.10	22,546.20	28,006.12	34,574.74	40,581.65
非流动资产合计	41,751.46	38,967.46	41,505.09	47,192.31	50,421.78	营业外收入	15.46	56.60	70.00	263.20	494.29
资产总计	409,711.83	457,811.95	547,502.57	657,321.71	742,967.07	营业外支出	455.86	346.09	347.10	424.33	571.55
短期借款	4,181.91	26,575.10	24,886.38	20,217.30	12,327.55	利润总额	17,430.70	22,256.71	27,729.02	34,413.61	40,504.39
应付账款	53,968.10	50,461.50	66,736.71	90,736.57	82,959.97	所得税	5,627.96	7,571.76	7,339.01	8,641.26	9,753.46
其他	184,444.82	188,295.56	237,825.39	267,933.44	324,746.35	净利润	11,802.75	14,684.95	20,390.02	25,772.35	30,750.93
流动负债合计	242,594.83	265,332.16	329,448.48	378,887.31	420,033.87	少数股东损益	56.95	73.17	1,439.54	2,046.32	2,500.05
长期借款	53,033.18	48,789.99	51,800.39	78,707.95	83,985.39	归属于母公司净利润	11,745.79	14,611.78	18,950.48	23,726.03	28,250.88
应付债券	58,075.52	68,464.82	75,311.31	82,842.44	91,126.68	每股收益(元)	3.00	3.73	6.29	7.87	9.38
其他	1,292.37	1,538.76	1,692.63	1,861.89	2,048.08	主要财务比率					
非流动负债合计	112,401.07	118,793.57	128,804.33	163,412.28	177,160.15	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
负债合计	354,995.90	384,125.74	458,252.81	542,299.60	597,194.02	成长能力					
少数股东权益	10,939.43	23,649.94	25,089.47	27,135.80	29,635.85	营业收入	40.52%	25.55%	27.71%	23.15%	20.70%
股本	3,003.25	3,013.29	3,013.29	3,013.29	3,013.29	营业利润	38.77%	26.16%	24.22%	23.45%	17.37%
资本公积	2,353.92	1,442.04	1,442.04	1,442.04	1,442.04	归属于母公司净利润	33.77%	24.40%	29.69%	25.20%	19.07%
留存收益	32,634.01	42,196.52	61,147.00	84,873.03	113,123.91	获利能力					
其他	5,785.32	3,384.43	(1,442.04)	(1,442.04)	(1,442.04)	毛利率	41.62%	43.68%	41.85%	40.93%	39.79%
股东权益合计	54,715.93	73,686.21	89,249.76	115,022.12	145,773.05	净利率	14.02%	13.89%	14.10%	14.34%	14.15%
负债和股东权益总计	409,711.83	457,811.95	547,502.57	657,321.71	742,967.07	ROE	26.83%	29.20%	29.54%	27.00%	24.33%
						ROIC	14.41%	13.17%	12.02%	15.26%	14.83%
						偿债能力					
						资产负债率	86.65%	83.90%	83.70%	82.50%	80.38%
						净负债率	245.66%	233.84%	183.21%	168.50%	155.69%
						流动比率	1.52	1.58	1.54	1.61	1.65
						速动比率	0.47	0.48	0.57	0.58	0.67
						营运能力					
						应收账款周转率	2.18	1.92	1.78	1.71	1.63
						存货周转率	0.35	0.39	0.44	0.47	0.50
						总资产周转率	0.21	0.24	0.27	0.27	0.29
						每股指标(元)					
						每股收益	3.00	3.73	6.29	7.87	9.38
						每股经营现金流	-1.90	-8.13	8.87	-1.93	5.05
						每股净资产	11.18	12.78	21.29	29.17	38.54
						估值比率					
						市盈率	5.69	4.58	2.72	2.17	1.82
						市净率	1.53	1.34	0.80	0.59	0.44
						EV/EBITDA	8.07	7.45	5.41	4.87	4.02
						EV/EBIT	8.50	7.66	5.56	5.01	4.14

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。